天风证券 TF SECURITIES

航发动力（600893）

证券研究报告
2020 年 04 月 19 日

存货与预收款高增长标志需求旺盛，多项指标显示经营改善

我国航空发动机唯一标的，军\民用飞机核心自主化承担者

航发动力是我国唯一生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军航发动机的企业，是三代主战机型发动机国内唯一供应商，也是国际上能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。

2019 年报：2019 年收入增长 9.13%至 252.10 亿元，归母净利润增长 1.27%至 10.77 亿元，扣非净利润增长 8.73%。

19Q4 完成全年进度追赶，期末存货与预收款较大幅度增长预示需求景气

2019 年前三季度营收 128 亿元，同比-7.6%，归母净利润 4.13 亿元，同比-36.47%；营收增速略有放缓，但存货、研发费用等出现显著的拉升，我们认为公司正处在新老产品迭代期。本次年报发布，收入及扣非净利润均出现 8%以上增长，我们认为是超预期表现，主要原因在于 Q4 公司超预期（收入完成额为 2019 年预算 109.61%）完成了全年产品的交付和生产任务，公司 Q4 收入同比增长 34.17%、环比增长 212.77%。**我们认为公司 Q4 较高增长或因新品进入稳定交付期，我们推测公司新\老产品结构更替或已完成。**

公司期末存货总计相对期初增长 30.21%，其中在产品+30.27%、库存商品+34.55%，结合公司因研制项目增加而导致的预收款期末相对期初 81.07%的增长，**我们认为公司 2020 年将进入景气需求拐点，进入增长快车道。**

现金流\资产负债表大幅改善，或为新产品进入稳定交付期相关

公司 2019 年报显示，公司现金流量表出现显著改善，经营性现金流净额同比+321.11%，增加额 38.85 亿元，债转股影响筹资活动现金流金额大幅转正达 9.24 亿元（18 年为-13.11 亿元）。我们认为现金流量表的大幅改善主要为公司产品进入稳定交付期用户回款加快、债转股减负原因导致，随着需求景气度提升、公司筹资活动进入正向效应，公司经营质量将持续提升。

公司在 2019 年收到大额研制经费或为 2019 年经营性现金流明显改善原因。2019 年长期应付款负值大幅减少，从-68.07 亿元变化至-19.83 亿元，也是近三年公司长期应付款首次出现大幅变化，年报显示原因为收到研制\基建项目经费，这或与新产品进入成熟量产期相关，但仍需关注公司新品使用新材料、工艺造成成本端压力。

盈利预测与评级：新军品订单交付有望提速，将 20 年营收增速从 12%上调至 15.24%，受疫情影响民品增速或有下滑，将 21 年 16%下调到 15.12%，预计 2022 年营收增速为 15.23%；定价流程或存在时间延后导致毛利率短期下滑，将 20-21 年毛利率从 18.1%/18.2%下调至 16.33%/16.42%，预计 21 年毛利率为 16.96%。在此假设下，20-21 年营收从 261.3/303.1 亿元上调至 290.5/334.5 亿元，2022 年营收为 385.4 亿元，20-21 年归母净利润从 13.9/17.5 亿元下调至 13/15.6 亿元，22 年归母净利润为 20 亿元，EPS 为 0.58/0.69/0.89 元，PE 为 39.41/32.88/25.65x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响民品收入，上半年军品交付放缓，新品定价进度慢。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,102.02	25,210.50	29,052.01	33,445.51	38,539.91
增长率(%)	2.43	9.13	15.24	15.12	15.23
EBITDA(百万元)	3,764.57	3,731.82	3,244.65	3,639.14	4,282.19
净利润(百万元)	1,063.91	1,077.41	1,300.34	1,558.84	1,997.97
增长率(%)	10.82	1.27	20.69	19.88	28.17
EPS(元/股)	0.47	0.48	0.58	0.69	0.89
市盈率(P/E)	48.17	47.57	39.41	32.88	25.65
市净率(P/B)	1.94	1.79	1.72	1.66	1.58
市销率(P/S)	2.22	2.03	1.76	1.53	1.33
EV/EBITDA	14.05	13.31	14.84	12.68	10.26

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.78 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,249.84
流通 A 股股本(百万股)	1,947.73
A 股总市值(百万元)	51,251.46
流通 A 股市值(百万元)	44,369.21
每股净资产(元)	12.75
资产负债率(%)	42.10
一年内最高/最低(元)	27.00/19.08

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com
邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com
许利天 联系人
xulitian@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《航发动力-首次覆盖报告:航空发动机稀缺寡头资产，看好明年业绩回暖机遇》 2019-12-30
2 《航发动力-首次覆盖报告:装备制造“核心资产”，坚定看好航发龙头》 2018-01-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,554.42	8,235.44	13,631.67	15,725.52	18,162.28
应收票据及应收账款	10,480.53	10,657.93	11,938.08	13,517.67	14,959.04
预付账款	686.00	487.44	1,038.47	390.32	1,192.10
存货	14,242.45	18,544.36	18,725.67	21,342.62	23,285.18
其他	304.83	217.54	422.73	376.11	397.75
流动资产合计	**30,268.23**	**38,142.71**	**45,756.62**	**51,352.24**	**57,996.36**
长期股权投资	1,401.81	1,477.63	1,477.63	1,477.63	1,477.63
固定资产	15,000.22	16,497.27	16,599.13	16,343.53	16,180.19
在建工程	2,885.65	2,956.18	1,809.71	1,133.83	710.30
无形资产	2,179.03	2,281.70	2,179.94	2,102.97	2,086.24
其他	1,769.11	1,714.53	1,292.09	1,366.68	1,344.66
非流动资产合计	**23,235.81**	**24,927.31**	**23,358.50**	**22,424.64**	**21,799.01**
资产总计	**53,504.04**	**63,115.02**	**69,115.12**	**73,776.87**	**79,795.37**
短期借款	5,888.65	2,787.46	3,100.00	3,200.00	3,290.00
应付票据及应付账款	12,711.06	15,015.34	16,718.20	18,690.98	21,314.02
其他	9,358.91	9,022.18	11,732.81	13,130.63	14,926.29
流动负债合计	**27,958.62**	**26,824.98**	**31,551.02**	**35,021.61**	**39,530.31**
长期借款	235.13	230.20	300.00	350.00	400.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,229.12)	(485.55)	(480.00)	(470.00)	(460.00)
非流动负债合计	**(4,993.99)**	**(255.35)**	**(180.00)**	**(120.00)**	**(60.00)**
负债合计	**22,964.63**	**26,569.63**	**31,371.02**	**34,901.61**	**39,470.31**
少数股东权益	4,110.23	7,855.44	7,888.78	7,928.75	7,979.98
股本	2,249.84	2,249.84	2,249.84	2,249.84	2,249.84
资本公积	19,089.41	20,705.58	20,705.58	20,705.58	20,705.58
留存收益	24,447.85	26,695.24	27,605.48	28,696.67	30,095.25
其他	(19,357.92)	(20,960.71)	(20,705.58)	(20,705.58)	(20,705.58)
股东权益合计	**30,539.42**	**36,545.39**	**37,744.10**	**38,875.26**	**40,325.07**
负债和股东权益总	**53,504.04**	**63,115.02**	**69,115.12**	**73,776.87**	**79,795.37**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**23,102.02**	**25,210.50**	**29,052.01**	**33,445.51**	**38,539.91**
营业成本	19,028.75	21,003.68	24,306.54	27,954.62	32,004.00
营业税金及附加	90.00	79.92	92.97	110.37	123.33
营业费用	214.16	326.71	348.62	401.35	462.48
管理费用	1,331.45	1,880.82	2,062.69	2,357.91	2,697.79
研发费用	414.82	420.15	493.88	568.57	693.72
财务费用	420.95	420.73	83.19	40.09	12.72
资产减值损失	220.42	(105.64)	144.02	160.00	160.00
公允价值变动收益	0.00	139.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	178.70	82.52	85.00	78.00	80.00
其他	(34.88)	(385.03)	(170.00)	(156.00)	(160.00)
营业利润	**1,237.65**	**1,347.64**	**1,605.09**	**1,930.61**	**2,465.87**
营业外收入	111.95	51.83	50.00	55.00	60.00
营业外支出	31.99	53.37	38.50	50.00	45.00
利润总额	**1,317.61**	**1,346.09**	**1,616.59**	**1,935.61**	**2,480.87**
所得税	234.06	237.21	282.90	336.80	431.67
净利润	**1,083.55**	**1,108.88**	**1,333.68**	**1,598.81**	**2,049.20**
少数股东损益	19.64	31.47	33.34	39.97	51.23
归属于母公司净利润	**1,063.91**	**1,077.41**	**1,300.34**	**1,558.84**	**1,997.97**
每股收益（元）	0.47	0.48	0.58	0.69	0.89

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,083.55	1,108.88	1,300.34	1,558.84	1,997.97
折旧摊销	1,378.18	1,493.44	1,556.37	1,668.45	1,803.60
财务费用	456.42	443.34	83.19	40.09	12.72
投资损失	(178.70)	(82.52)	(85.00)	(78.00)	(80.00)
营运资金变动	(1,950.81)	6,480.58	2,078.59	(145.76)	243.36
其它	421.13	(4,349.24)	33.34	39.97	51.23
经营活动现金流	**1,209.77**	**5,094.46**	**4,966.84**	**3,083.58**	**4,028.88**
资本支出	2,093.09	(1,512.22)	404.45	650.00	1,190.00
长期投资	222.30	75.81	0.00	0.00	0.00
其他	(4,140.10)	(908.27)	(684.45)	(1,232.00)	(2,310.00)
投资活动现金流	**(1,824.71)**	**(2,344.68)**	**(280.00)**	**(582.00)**	**(1,120.00)**
债权融资	6,248.88	3,022.45	3,950.00	4,050.00	4,190.00
股权融资	(511.17)	1,255.21	218.33	6.31	33.68
其他	(7,048.79)	(3,353.22)	(3,458.94)	(4,464.05)	(4,695.78)
筹资活动现金流	**(1,311.07)**	**924.44**	**709.39**	**(407.74)**	**(472.11)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(1,926.02)**	**3,674.22**	**5,396.23**	**2,093.84**	**2,436.77**

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	2.43%	9.13%	15.24%	15.12%	15.23%
营业利润	3.99%	8.89%	19.10%	20.28%	27.73%
归属于母公司净利润	10.82%	1.27%	20.69%	19.88%	28.17%
获利能力					
毛利率	17.63%	16.69%	16.33%	16.42%	16.96%
净利率	4.61%	4.27%	4.48%	4.66%	5.18%
ROE	4.03%	3.76%	4.36%	5.04%	6.18%
ROIC	4.70%	4.78%	4.71%	6.08%	7.93%
偿债能力					
资产负债率	42.92%	42.10%	45.39%	47.31%	49.46%
净负债率	5.55%	-14.26%	-25.65%	-30.03%	-34.65%
流动比率	1.08	1.42	1.45	1.47	1.47
速动比率	0.57	0.73	0.86	0.86	0.88
营运能力					
应收账款周转率	2.49	2.39	2.57	2.63	2.71
存货周转率	1.69	1.54	1.56	1.67	1.73
总资产周转率	0.44	0.43	0.44	0.47	0.50
每股指标（元）					
每股收益	0.47	0.48	0.58	0.69	0.89
每股经营现金流	0.54	2.26	2.21	1.37	1.79
每股净资产	11.75	12.75	13.27	13.75	14.38
估值比率					
市盈率	48.17	47.57	39.41	32.88	25.65
市净率	1.94	1.79	1.72	1.66	1.58
EV/EBITDA	14.05	13.31	14.84	12.68	10.26
EV/EBIT	22.08	22.10	28.53	23.41	17.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com